

1 марта 2012
Долговой рынок
Специальный комментарий к размещению облигаций Русфинанс Банка БО-2

Виктория Королева, kvs@ufs-federation.com

- Русфинанс Банк является кредитным банком, специализирующемся на автокредитовании;
- Русфинанс Банк является одним из лидеров рынка потребительских кредитов, занимает 10-е место в рейтинге РБК по объему кредитов для физлиц по итогам 2011 года;
- Русфинанс Банк входит в число 50 крупнейших банков России, занимает 27-е место по размеру кредитного портфеля;
- Единственным акционером ООО «Русфинанс Банк» является ОАО АКБ «Росбанк», 82% акций которого принадлежит группе Societe Generale (одна из крупнейших финансовых групп в Еврозоне);
- Кредитный портфель по итогам 9М 2011 года по РСБУ достиг почти 84 млрд рублей;
- Процентные доходы по итогам 9М 2011 года по РСБУ составили чуть более 13 млрд рублей;
- По итогам 9М 2011 года чистая прибыль банка по РСБУ составила свыше 3,6 млрд рублей;
- Достаточность капитала Н1 по итогам 3 кв. 2011 года по РСБУ составила 23%.

Рынок автокредитования в России

В настоящее время Россия занимает 10-е место по количеству продаж легковых автомобилей. По аналитическим прогнозам, благодаря расширению иностранного производства автомобилей в России и модернизации местного автомобилестроения, к 2020 году объем продаж легковых автомобилей может достичь 4 млн единиц в год. При этом не исключено, что в 2013 году объем продаж автомобилей может достичь 3 млн единиц.

Согласно данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), в 2010 году продажи автомобилей показали рост 15% - до 1,91 млн единиц. Продажи легковых автомобилей в России в 2011 году продемонстрировали рост почти в 40% и составили 2,65 млн автомобилей.

Параметры выпуска

Выпуск	Русфинанс Банк БО-2
Объем размещения	4 млрд рублей
Срок обращения	3 года
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Оферта	через 1,5 или 2 года
Доходность к оферте (по информации организаторов), % годовых	9-9,5/9,25-9,75
Доходность к оферте (по оценке UFS), % годовых	от 9,2/9,4
Кредитный рейтинг (Moody's/S&P /Fitch)	Вaa3/-/-

Финансовые результаты (млн рублей)

	2 010	2011 п
ЧДП до создания резервов	12 261	14 045
Изменение РВПС	2 560	2 739
Чистая прибыль	4 036	4 965
Денежные средства	3 492	4 477
Кредитный портфель	90 319	101 700
NPL свыше 90 дней	1 311	1 429

Основные коэффициенты

	2 010	2011 п
Общая достаточность капитала (TCAR), %	23,0%	22,5%
NPL свыше 90 дней/кредиты, %	1,5%	1,4%
Кредиты/депозиты, %	1578,2%	1692,5%

Кредитный рейтинг

Moody's	S&P	Fitch
Вaa3	-	-

Рублевые облигации

Выпуск	Доходность, %	Цена, %
Русфинанс Банк-8	7,83	100
Русфинанс Банк-9	7,95	99,94
Русфинанс Банк-10	8,51	98,62
Русфинанс Банк-11	8,5	99,3
Русфинанс Банк БО-1	8,7	97,2



Согласно прогнозу АЕБ, объем продаж автомобилей в 2012 году может достичь рекордной отметки за последние три года в 2,8 млн штук. При этом британская компания Inchape, прогнозирует рост до 2,7 млн единиц.

Уже в январе текущего года продажи авто показали рост на уровне 20%. Как отмечают в АЕБ, основной рост приходится на продажи автомобилей, собираемых в России.

Естественно, что увеличение объемов продаж легковых автомобилей привел к росту рынка автокредитования. По данным РБК за III 2011 года объем автокредитов российскими банками, входящими в первую десятку, вырос по сравнению с аналогичным периодом 2010 года на 55%.

Русфинанс Банк занимает лидирующее место в рейтинге РБК по объему выданных автокредитов по итогам за III 2011 года. Объем автокредитов банка вырос на 40% - до 21,6 млрд рублей. При этом большая часть приходится на кредиты, которые были выданы на покупку новых автомобилей (20,3 млрд рублей).

Кредитный портфель и ликвидность

Кредитный портфель Русфинанс Банка за первые 9М прошлого года вырос на 5% - до 83,7 млрд рублей (по РСБУ). В основном рост кредитного портфеля банка был обеспечен увеличением сегмента розничного кредитования. Согласно отчетности за 2010 год по МСФО, около 75% кредитного портфеля банка приходилось на сектор автокредитования, 17% - на потребительские кредиты.

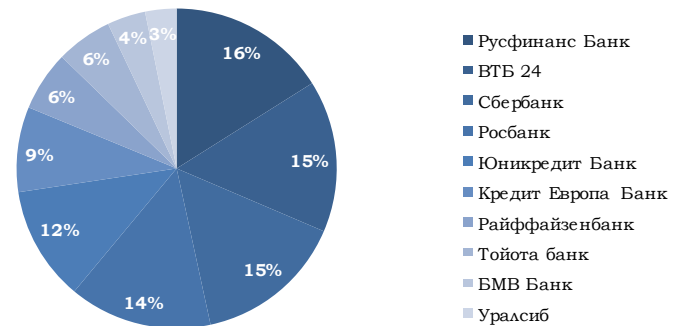
Основным направлением бизнеса Русфинанс Банка является автокредитование. Согласно рейтингу РБК среди банков по объему выданных автокредитов за III 2011 года, Русфинанс Банк занимал 1-е место, обойдя ближайшего конкурента ВТБ 24. Объем выданных автокредитов Русфинанс Банка за первые 6М 2011 года составил 21,6 млрд рублей (ВТБ 24 21,7 млрд рублей).

Наибольшие объемы продаж кредитов является организация точек продаж в автосалонах. Организация точек продаж является частью стратегии автокредитования.

Показатель просроченной задолженности по итогам 2010 года составлял чуть выше 1,3 млрд рублей, что на треть ниже уровня 2009 года. Доля просроченной кредитной задолженности в кредитном портфеле в 2010 году составляла 1,6%, что является очень низким показателем для отрасли. По итогам 2011 года мы ожидаем роста показателя просроченной задолженности до 1,4 млрд рублей на фоне ожидающегося увеличения кредитного портфеля до 101 млрд рублей.

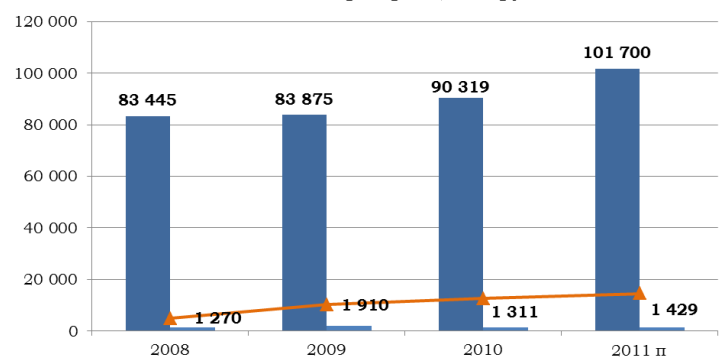
Значение показателя резервы на просроченную задолженность по итогам 2010 года составило 958,8% (на начало 2011 года - 534%). По итогам 2011 года мы ожидаем сохранения значения этого показателя примерно на том же на высоком уровне, поскольку для банка характерна крайне консервативная политика формирования резервов на просроченную задолженность.

Объем выданных автокредитов по итогам III 2011 года (Топ-10)



Источник: данные РБК, оценка UFS

Динамика кредитного портфеля, просроченной задолженности и резервов, млн рублей



Источник: данные банка, расчеты UFS



Ликвидность Русфинанс банка мы оцениваем как приемлемую. Инвестиции в ценные бумаги по итогам 2010 года находились на невысоком уровне около 5 млн рублей или 0,006% активов банка. По итогам 2010 года доля денежных средств в валюте баланса составляет 4,2% или почти 3,5 млрд рублей.

В ноябре текущего года банку предстоит пройти оферты по 8-му и 9-му выпускам суммарным объемом 4 млрд рублей. По нашим ожиданиям, значение денежных средств банка по итогам 2011 года будет находиться на уровне 4,5 млрд рублей. На наш взгляд, у Русфинанс Банка не возникнет проблем для исполнения своих обязательств перед держателями долга банка в полном объеме, даже в случае 100% предъявления бумаг к выкупу.

Фондирование

Основная доля в фондировании Русфинанс Банка приходится на средства Societe Generale. Так, в 2010 году доля средств Societe Generale в фондировании Русфинанс Банка составляла свыше 40%. В 2011 году доля Societe Generale в фондировании банка останется высокой.

По итогам 2010 года доля средств клиентов в пассивах банка была невысокой (лишь 7% от валюты баланса или 5,7 млрд рублей). При этом средства юрлиц составляли свыше 70% или 4 млрд рублей.

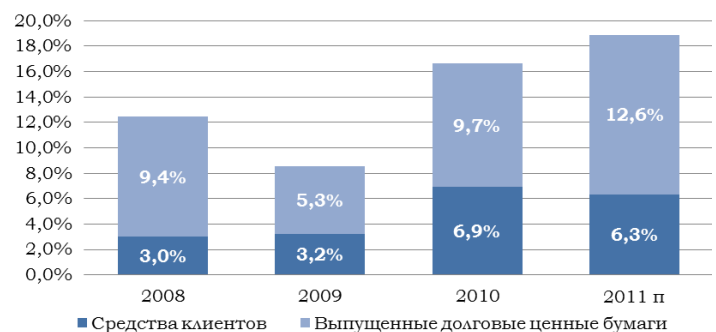
В 2010 году доля выпущенных долговых обязательств в структуре пассивов Русфинанс Банка составляла около 10% или 8 млрд рублей. Поскольку в 2011 году банк эмитировал выпуск БО-1 на 4 млрд рублей, то по итогам 2011 года мы ожидаем увеличения доли долговых обязательств в валюте баланса до 12 млрд рублей или около 13% пассивов банка. Стоит отметить, что зависимость банка от размещения бондов остается невысокой, что делает эмитента менее зависимым от рыночных изменений.

Положительной отличительной особенностью Русфинанс банка является высокий уровень достаточности капитала. Так, достаточность капитала (ТСАР) по итогам 2010 года находилась на уровне 23%, в 2009 году – 20%. Минимальный уровень значения показателя ТСАР составляет 8%. Банк демонстрирует увеличение показателя достаточности капитала, несмотря на тенденцию ТСАР, которая характерна для банковской отрасли в целом. По итогам 9М 2011 года по РСБУ значение показателя Н1 составляло 23%, мы ожидаем сохранения этого показателя на этом же уровне и по итогам 2011 года.

Финансовые результаты

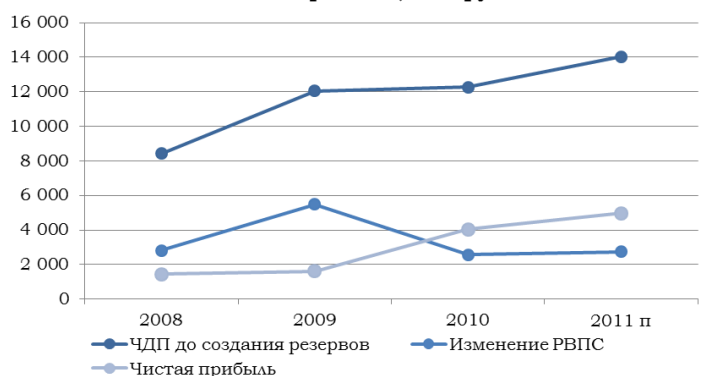
По итогам 2010 года процентные доходы банка понизились на 2% - до 17,8 млрд рублей. При этом снижение процентных расходов за этот же период составило 9% - до уровня 5,5 млрд рублей. В результате опережающего темпа снижения процентных расходов над процентными доходами чистый процентный доход до создания резервов вырос в 2010 году на 2% - до 12,3 млрд рублей. По итогам 2011 года мы ожидаем роста процентных доходов на 15% - до 20,5 млрд рублей, процентных расходов – до 6,4 млрд рублей.

Доля клиентских средств и долговых ценных бумаг в пассивах, %



Источник: данные банка, расчеты UFS

Динамика ЧДП, начисленных резервов и чистой прибыли, млн рублей



Источник: данные банка, расчеты UFS



В 2010 году стоит отметить некоторое снижение отчислений в резервы. За весь год были начислены резервы на 2,6 млрд рублей против 5,5 млрд рублей в 2009 году. По итогам 2011 года мы ожидаем некоторого увеличения отчислений в резервы (+7% по сравнению с уровнем 2010 года – до 2,7 млрд рублей) на фоне ожидаемого роста кредитного портфеля (+12,6% - до 101,7 млрд рублей).

В 2010 году прибыль до уплаты налогов составила 5,2 млрд рублей, а чистая прибыль – 4 млрд. рублей. Учитывая лидирующие рыночные позиции банка в секторе автокредитования и темпы роста рынка автокредитов, мы ожидаем увеличения чистой прибыли банка на 23% - до 5 млрд рублей.

Согласно отчетности по РСБУ за 9М2011 года, процентные доходы банка составили 13,2 млрд рублей, прибыль до уплаты налогов – 4,6 млрд рублей (+3% по сравнению за аналогичный период 2010 года), чистая прибыль – 3,6 млрд рублей (+1,2% по сравнению за аналогичный период 2010 года).

В целом мы положительно оцениваем финансовые результаты деятельности банка. Учитывая высокие прогнозы по рынку автокредитования в России, мы полагаем, что в последующие годы Русфинанс Банк продолжит активное развитие.

Показатель рентабельности активов банка по итогам работы банка за 2010 год составлял около 5%. Показатель рентабельности капитала банка за тот же период составлял 20%, что является высоким показателем для отрасли. На наш взгляд, по итогам 2011 года показатель рентабельности капитала Русфинанс Банка останется на высоком уровне около 23%.

Рублевые облигации

В настоящее время на рублевом долговом рынке обращаются пять рублевых долговых выпусков Русфинанс Банка совокупным объемом 12 млрд рублей. Единственный биржевой выпуск банка БО-1 на 4 млрд рублей был размещен в июле прошлого года. Доходность первичного размещения составила 7,28% годовых. Согласно графику погашений и оферт, погашения четырех выпусков классических бондов намечены на 2015 год, а погашение облигаций биржевого выпуска намечено на 2014 года. Кроме того, в сентябре текущего года банку предстоит пройти оферт по 8-му и 9-му займам по 2 млрд рублей каждый. Мы полагаем, что у банка не возникнет проблем с прохождением оферт даже в случае 100% предъявления инвесторами бумаг к выкупу.

Русфинанс Банк 6 марта планирует разместить биржевой выпуск облигаций БО-2 на 4 млрд рублей. Оферта по займу будет либо через 1,5, либо через 2 года. Индикативная ставка купона в случае размещения бумаг с офертой через 1,5 года составляет 8,81-9,28% годовых (доходность 9-9,5% годовых). Индикативная ставка купона в случае размещения бумаг с офертой через два года составляет 9,05-9,52% годовых (доходность 9,25-9,75% годовых).

Книга заявок на покупку бумаг будет открыта с 1 по 2 марта.

Мы полагаем интересным участие в первичном размещении банка, поскольку заявленные ориентиры по доходности предполагают премию порядка 50-100 б.п. при оферте через 1,5 года и 2 года.

Бумаги удовлетворяют требованиям для включения бумаг в Ломбардный список, что существенно повышает инвестиционную привлекательность нового выпуска.

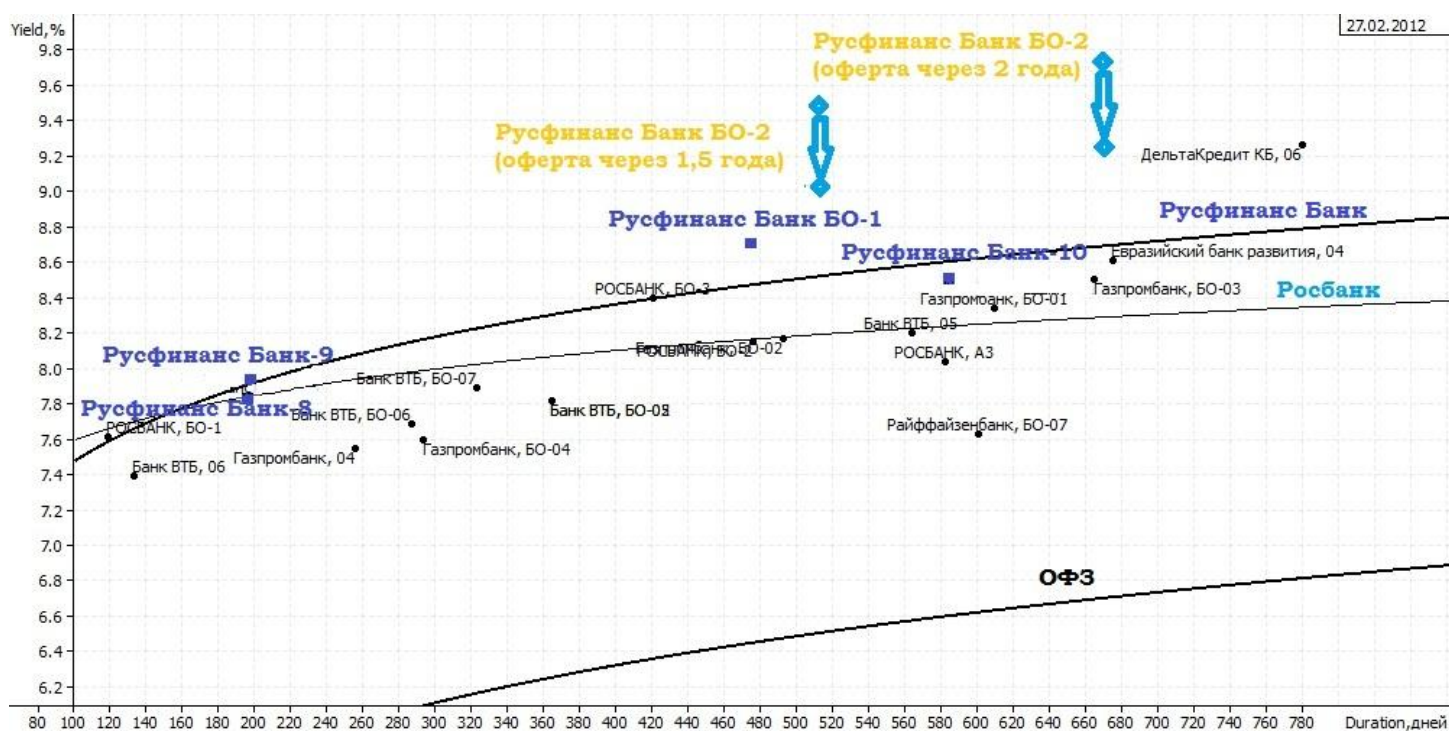
На наш взгляд, участие в займе интересно с параметрами 1,5 года по оферте. Покупка бумаг выглядит привлекательно от нижней границы заявленного диапазона по доходности, что предполагает премию к кривой банка порядка 50 б.п. Мы не исключаем, что по итогам бук-билдинга ориентиры по доходности новых бумаг могут быть понижены.



Название выпуска	Объем эмиссии, млрд рублей	Дата оферты	Дата погашения	Текущая ставка купона, % годовых	Текущая доходность, % годовых	Текущая цена, % от номинала
Русфинанс Банк-8	2	24.09.2012	14.09.2015	7,7	7,83	100
Русфинанс Банк-9	2	25.09.2012	15.09.2015	7,7	7,95	99,94
Русфинанс Банк-10	2	19.11.2013	10.11.2015	7,9	8,51	98,62
Русфинанс Банк-11	2	20.11.2013	11.11.2015	7,9	8,5	99,3
Русфинанс Банк БО-1	4	08.07.2013	04.07.2014	7,15	8,7	97,2

Источник: данные Cbonds, QuoteTerminal, расчеты UFS

Рублевые облигации банковского сектора



Приложение

Показатели (млн руб.)	2 008	2 009	2 010	2011 п
Денежные средства	6 184	1 940	3 492	4 477
Инвестиции в ценные бумаги	0,782	-	4,991	5,041
Кредитный портфель - всего	83 445	83 875	90 319	101 700
Кредиты физ. лицам	82 271	82 800	90 246	101 395
Кредиты юр. лицам	1 174	1 074	73	305
Кредитный портфель - нетто	78 601	73 663	77 745	87 240
NPL свыше 90 дней	1 270	1 910	1 311	1 429
РВПС	4 844	10 212	12 574	14 460
Собственный капитал	14 133	15 742	19 778	21 756
Средства клиентов	2 626	2 492	5 723	6 009
Выпущенные долговые ценные бумаги	8 141	4 116	8 061	12 000
Активы	86 540	77 081	82 822	95 245
Процентный доход	12 707	18 137	17 809	20 480
Процентный расход	4 278	6 097	5 548	6 435
ЧДП до создания резервов	8 429	12 040	12 261	14 045
Изменение РВПС	2 812	5 484	2 560	2 739
Чистый процентный доход после РВПС	5 618	6 555	9 701	11 306
Операционные доходы	6 530	7 061	10 405	12 486
Операционные расходы	4 582	4 794	5 236	6 284
Прибыль до налогов	1 948	2 267	5 169	6 203
Чистая прибыль	1 452	1 618	4 036	4 965

Коэффициенты	2 008	2 009	2 010	2011 п
Кредитный портфель/активы,%	96,4%	108,8%	109,1%	106,8%
Портфель ценных бумаг/активы,%	0,001%	-	0,006%	0,005%
Денежные средства/активы,%	7,1%	2,5%	4,2%	4,7%
Кредиты/депозиты,%	3177,4%	3365,2%	1578,2%	1692,5%
NPL свыше 90 дней/кредиты,%	1,5%	2,3%	1,5%	1,4%
Резервы/кредиты,%	5,8%	12,2%	13,9%	14,2%
Резервы/просроченная задолженность,%	381,5%	534,7%	958,8%	1011,6%
Общая достаточность капитала (TCAR),%	16,13%	19,78%	22,98%	22,50%
Рентабельность активов (ROAA),%	1,68%	2,10%	4,87%	5,21%
Рентабельность капитала (ROAE),%	10,27%	10,28%	20,41%	22,82%

Источник: данные банка, расчеты UFS

Примечание:

- Отчетность банка рассматривается по МСФО, если не указано иное
- Итоги торгов корпоративными облигациями на 27.02.12

Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail:
research@ufs-federation.com **в свободной форме.**



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куц Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Тимощенко Юрий Геннадьевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Дормидонтова Полина Олеговна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс». ООО «Инвестиционная Компания Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

